

0-793066

На правах рукописи

Семенова Светлана Валерьевна

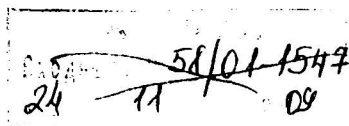
**РАЗРАБОТКА МЕХАНИЗМОВ ПОВЫШЕНИЯ
ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРЕОБРАЗОВАНИЙ
КОРПОРАТИВНЫХ СТРУКТУР**

Специальность: 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(предпринимательство)

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2009



Диссертация выполнена на кафедре Общего и стратегического менеджмента Московского государственного университета экономики, статистики и информатики (МЭСИ).

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Орехов Сергей Александрович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Годин Александр Михайлович

кандидат экономических наук, доцент
Иванов Андрей Анатольевич

Ведущая организация: Санкт-Петербургский государственный
архитектурно-строительный университет

Защита состоится 17 декабря 2009 г. в 10⁰⁰ на заседании диссертационного совета Д 212.151.04 в Московском государственном университете экономики, статистики и информатики (МЭСИ) по адресу: 119501, г.Москва, ул. Нежинская, д. 7.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Московского государственного университета экономики, статистики и информатики (МЭСИ).

Автореферат разослан «14» ноября 2009 г.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000690386

Ученый секретарь диссертационного совета
кандидат экономических наук, доцент

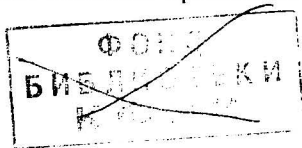
Грачева Е.А.

I. Общая характеристика работы

Актуальность исследования обусловлена тем, что активность интеграционных процессов способствует динамичному развитию корпораций любых форм собственности и отраслевой принадлежности и затрагивает интересы всех уровней национальной экономики, экономическую, социальную и политическую сферы. В этих условиях возрастает роль интеграционных процессов, как при создании новых хозяйствующих субъектов в результате слияний и поглощений, так и для повышения эффективности уже действующих на рынке корпоративных структур. Интеграционные преобразования являются одним из наиболее действенных и эффективных способов роста и укрепления компаний, также они остаются мощным инструментом развития бизнеса и предоставляют компаниям возможности быстрого завоевания конкурентных позиций, как на отечественных, так и на зарубежных рынках. Поэтому использование слияний и поглощений, как интеграционных механизмов для расширения бизнеса, за счет приобретения новых предприятий приводит к созданию стратегического преимущества за счет присоединения и интегрирования новых элементов бизнеса, что может быть намного более эффективным, чем их внутреннее развитие в рамках данной компании.

Основной акцент в оценке интеграционных преобразований делается на их финансовой эффективности, но зачастую это не дает полной и адекватной информации о положении дел в компании, не позволяет выделить ее основные преимущества, организационные и финансовые перспективы, а также слабые стороны по отношению к конкурентам. Остаются нерешенными вопросы, связанные с выбором и оптимизацией форм и механизмов внутри- и внешнекорпоративной интеграции, определением экономико-организационной структуры, возникающей в результате слияний и поглощений, формированием внутрикорпоративного управления, организацией финансового управления и контроля.

Анализ современных интеграционных преобразований во многом производится на основе стандартных методик, не адаптированных к отечественной практике слияний и поглощений и не учитывающих систему ограничений, к которым можно отнести финансово-экономическую специфику, концентрацию компаний в отрасли, специфические риски отечественного рынка, связанные как с нормативно-правовыми, так и с социально-психологическими аспектами. Проблема также за-



ключается в отсутствии системного подхода при формировании концепции интеграционных преобразований. Разработка целостной и обоснованной модели развития корпораций, на основе использования финансово-экономических, социально-психологических, антирисковых, нормативно-правовых и структурно-отраслевых механизмов может способствовать динамичному развитию отечественной экономики и ее переходу на качественно новый уровень.

Степень разработанности проблемы. Различным научно-теоретическим и практическим аспектам управления интеграционными преобразованиями и сделкам по слияниям и поглощениям (M&A) посвящены работы многих отечественных и зарубежных ученых и специалистов.

Исследованиям в области создания добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений, а также оценки эффективности интегрированных хозяйствующих структур и снижения рисков интеграционных преобразований посвящены работы зарубежных ученых Бишоп Д., Брейли Р., Гохана П., Депаμφилиса Д., Колера Т., Коупленда Т., Лажу А., Майерса С., Росса С., Риды С., Фостера Р., Эванса Ф., и отечественных авторов Владимировой И.Г., Гончаренко Е.О., Иванова Ю.В., Ионцева М.Г., Мазура И.И., Молотникова А.Е., Орехова С.А., А. Радыгина, Рудыка Н.Б., Семенковой Е.В., Шапиро В.Д., и др.

Проблемы влияния интеграционных процессов на повышение инновационной и инвестиционной активности компаний, а также анализ перспективных и негативных последствий от слияний и поглощений рассматриваются в трудах зарубежных исследователей Галпина Т., Гранди Т., Дамодарана А., Кристоффerson С., Макниша Р., Хэндона М., Эдаркара Э. и отечественных ученых Авдашевой С.Б., Асаул В.В., Бандурина А.В., Басовского Л.Е., Гвардин С.В., Ендоховского Д.А., Капитонова Э.А., Соболевой В.Е., Уварова В.В., Храброва И. А., Чуба Б.А. и др.

Вопросы и проблемы, посвященные специфике отечественной бизнес-практики в сфере интеграционных процессов и слияний и поглощений, таких как нормативно-правовое регулирование сделок, организационно-экономические механизмы, покупка и продажа непрофильных активов, стали предметом изучения в трудах таких ученых, как Авдашева С.Б., Авхачев Ю.Б., Борисов Ю.Д., Ищенко С.М., Джафаров Д., Клейнер Г., Пирогов А.Н., Савчук С. В., Старюк П.Ю., Чекун И.Н.

Вместе с тем в теории и практике ощущается недостаток теоретических и методических разработок, касающихся технологии процессов оценки эффективности интеграционных преобразований в Российских условиях, а также недостаточное внимание уделяется механизмам проведения исследования и анализа положения компании до и после объединения.

Требуют дальнейшего исследования вопросы, посвященные поддержке интеграционных преобразований в уже объединенной компании.

Этими обстоятельствами и был определен выбор темы настоящего исследования.

Целью диссертационной работы является разработка механизмов повышения эффективности интеграционных преобразований путем дифференцирования оценки структурно-отраслевых и функциональных особенностей, а также минимизации рисков интеграционных процессов.

Для достижения цели диссертационной работы поставлены и решены следующие задачи:

1. проанализировать и выявить особенности современных интеграционных преобразований с целью определения актуальных тенденций развития процессов слияний и поглощений;
2. выявить критерии эффективности интеграционных преобразований для обеспечения целесообразности и обоснованности процессов интеграции;
3. предложить механизмы интеграционных преобразований и проанализировать факторы, оказывающие на них влияние;
4. исследовать этапы процесса интеграции с целью формирования модели интеграционных преобразований корпоративных структур;
5. разработать методику оценки эффективности интеграционных преобразований;
6. выявить возможности совершенствования механизмов формирования и оценки эффективных интеграционных преобразований.

Объектом исследования являются управленческие отношения, возникающие в процессе формирования механизма эффективных интеграционных преобразований.

Предметом исследования выступает механизм формирования и развития предпринимательства в форме интеграционных преобразований.

Методологическая база исследования. Теоретической и методологической базой исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых в области экономической теории и теории корпоративного управления, работы по инвестиционному и производственному менеджменту, теории самоорганизации; программы, концепции, нормативные и другие материалы, касающиеся развития интеграции, а также исследования, посвященные анализу проблем слияний и поглощений.

Практической основой данного исследования стал системный подход, базирующийся на функционально-стоимостных и экономико-статистических методах. При решении поставленных задач использованы различные методы научных

исследований: графический, оценок эффективности, логического мышления, фундаментальные положения системного и ситуационного анализа, механизмы эвристических исследований.

При изучении фактических данных использовался причинно-следственный метод анализа собранного материала.

Информационную базу исследования составили данные государственных статистических органов, публикации о результатах деятельности отечественных и зарубежных компаний, материалы научно-практических конференций, публикации в СМИ российских и зарубежных ученых-экономистов, законодательные акты и нормативные документы Российской Федерации, учебные и справочные пособия, материалы интернет-ресурсов.

Научная новизна исследования заключается в расширении инструментария развития корпоративных структур, путем формирования системы механизмов позволяющих повысить эффективность интеграционных преобразований по финансово-экономическим; социально-психологическим; нормативно-правовым; структурно-отраслевым и антирисковым параметрам.

К **результатам**, обладающим **научной новизной**, можно отнести следующие положения:

1) Разработана система критериев, определяющих формирование эффективных интеграционных преобразований, включающая 5 групп: критерии эффективности и устойчивости корпорации; критерии обоснованности и целесообразности создания корпоративной структуры; критерии технологического взаимодействия; критерии финансовой интеграции; критерии юридического соответствия. Каждая группа критериев позволяет определить эффективность одного из направлений интеграции компаний.

2) Разработаны механизмы интеграционных преобразований для успешной реализации процессов объединения корпоративных структур осуществляемых организацией:

- Финансово-экономический механизм, предполагающий определение истинной стоимости компании, позволяющий избежать переплаты или приобретения ненужных активов на основе использовании системы инструментов расчета показателей стоимости, ликвидности, платежеспособности и рентабельности, а также инструментов фондового рынка;
- Социально-психологический механизм, представляющий собой системный подход к организации подготовки сотрудников к проведению интеграционных трансформаций, который учитывает вопросы, касающиеся интеграции

сотрудников объединенной компании, сращивания корпоративных культур и других социальных аспектов;

- Нормативно-правовой механизм, направленный на анализ правовой составляющей сделки, соответствия ее законодательству, и работу с оформлением документов, с целью выявления юридических проблем, низколиквидных и неликвидных активов, возможного нарушения антимонопольной политики, соблюдению прав акционеров и сотрудников;
- Структурно-отраслевой механизм, предполагающий анализ и оценку концентрации предприятий в отрасли с целью определения возможности осуществления рациональных форм специализации, кооперирования и комбинирования на корпоративном уровне;
- Антирисковый механизм, включающий систему действий по выявлению и диагностике рисков интеграционных преобразований, а также их минимизацию, за счет своевременного анализа изменчивости доходов предприятий по отраслям, учета влияния на интеграционные процессы стохастических факторов и использования системы имитационного моделирования.

3) Предложена модель формирования эффективных интеграционных преобразований, представляющая собой систему действий по исследованию и анализу организации трансформационных преобразований (с помощью предложенной системы индикаторов и показателей) и системы действий, направленных на успешную реализацию сделки, и состоящую из 3 блоков:

- действий по подготовке интеграционных процессов, включающий в себя: планирование сделки, анализ способов осуществления/технологий; оценку, анализ и проверку альтернатив интеграционных преобразований;
- действий по организации реальных трансформаций, включающий в себя: непосредственное осуществление интеграционных преобразований и действия направленные на дальнейшую поддержку интеграционных преобразований;
- оценки эффективности трансформационных действий, включающий в себя оценку результатов интеграционных преобразований.

4) Разработана дифференцированная методика оценки эффективности слияний и поглощений на российском рынке, представляющая собой систему оценочных методов из 5 модулей:

- комбинирование подходов перспективной и ретроспективной оценки (перспективная оценка для непосредственного принятия решения об объединении компаний, ретроспективная - для определения того, насколько успешно действует объединенная компания);

- проведение процедуры Due Diligence внутренними силами компании-поглотителя, а также независимыми оценщиками, с использованием разных методик полноценно охватывающих различные вопросы, касающиеся финансово-хозяйственной деятельности поглощаемой компании;
- комбинирование использования методов доходного (метод капитализации результатов одного периода; метод дисконтирования результатов нескольких периодов), сравнительного (метод сделок M&A; метод публичной компании-аналога) и затратного подходов (метод скорректированной балансовой стоимости) обеспечивающее разностороннюю оценку слияний и поглощений и возможность согласования полученных результатов;
- подсчет положительной чистой стоимости объединения, как разности между стоимостью объединенных компаний, рыночными стоимостями (капитализациями) компаний до объединения и издержками процесса объединения;
- учет различных ограничений, в том числе: возможных премий, скидок и бонусов при покупке; доступа к инсайдерской информации; стохастических факторов и проблем, влияющих на оценку.

Работа соответствует пункту 10.21. «Анализ и оценка эффективности предпринимательской деятельности» паспорта специальности 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством: (предпринимательство)

Теоретическая и практическая значимость результатов исследования заключается в развитии отдельных положений теории слияний и поглощений, а также возможности их применения при совершенствовании механизмов управления процессами интеграционных преобразований.

Результаты исследования могут быть использованы для совершенствования работы отраслевых Министерств и ведомств РФ при подготовке и разработке планов реструктуризации отечественных предприятий и организаций, с целью обеспечения их экономического развития и устойчивости в сложных динамично меняющихся условиях рыночной среды.

Выводы и результаты исследования ориентированы на использование механизмов интеграционных преобразований современными корпорациями, в целях получения синергетических эффектов и других выгод от объединения.

Отдельные положения исследования могут быть использованы в учебном процессе для подготовки и переподготовки специалистов-менеджеров в области корпоративного управления.

Апробация результатов исследования. Основные результаты диссертационной работы докладывались на научных конференциях и научно-практических семинарах:

- На I научно-практическом семинаре «Менеджмент в новом веке глазами молодых ученых» (ШМУС, МЭСИ, 2007).
- На Международной научно-практической конференции «Экономико-прикладные задачи системного управления и логистики» (МФПА, 2008).
- На Международном научном конгрессе «Роль бизнеса в трансформации российского общества» (МФПА, 2009).

Отдельные положения исследования прошли практическую апробацию в процессе планирования внешней интеграции ОАО «Спецнефтематериалы» и внутрифирменной интеграции ООО «Амбиенте стайл». Результаты диссертации были использованы в учебном процессе при разработке курсов «Управление корпорацией» в МЭСИ, «Стратегии управления и развития корпорации» в Московской финансово-промышленной академии (МФПА). Материалы диссертации и результаты исследования использовались в практике преподавания при чтении курсов лекций и проведении семинарских занятий в рамках дисциплины «Теория корпоративного управления» в НОУ ВПО «Институт открытого бизнес-образования и дизайна» и дисциплины «Стратегическое управление» в НОУ ВПО «Международная академия бизнеса», НОУ ВПО «Институт правовой и экономической безопасности».

Публикации. По теме диссертации опубликовано 6 научных работ, в том числе 4 статьи в изданиях, рекомендованных ВАК РФ (общим объемом 2,69 п.л.)

Объем диссертации и ее структура. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 145 наименований и приложений. Диссертационная работа изложена на 144 страницах и содержит 13 таблиц и 10 рисунков, 26 формул.

II. Основное содержание работы

Во **введении** обосновывается тема исследования и ее актуальность, формулируется цели и задачи работы, определяется объект и предмет исследования, выделяется научная новизна, теоретическая и практическая значимость полученных результатов.

В первой главе «**Анализ теоретических основ интеграционных процессов**» осуществлено исследование и структурная диагностика интеграционных преобразований в современной бизнес практике.

Одной из важнейших тенденций совершенствования организации и управления бизнесом в России на современном этапе является межфирменная интеграция и образование современных организационно-управленческих структур. Слияния и

поглощения (M&A)¹ являются неотъемлемой частью экономической деятельности компаний в современных условиях.

В контексте исследуемой темы под *интеграционными процессами* мы понимаем *процессы укрепления производственно-хозяйственных связей и экономических отношений, а также организационно-экономическое слияние двух или более элементов (компонентов, частей) в единое целое, зачастую приобретающее новое качество.*

Мировая практика показывает, что развитие корпораций усиливается в период экономического роста. С середины 80-х по 2007 год ежегодно количество слияний и поглощений производственно-хозяйственных структур увеличивалось в среднем на 15%². Но в 2008 году, вследствие общемирового финансового кризиса, общий годовой объем сделок по слияниям и поглощениям во всем мире достиг лишь \$3280 млрд., что составляет 71% от показателей 2007 года³. Объем мирового рынка M&A сократился в первом квартале 2009 г. на 21% по сравнению с январем-мартом 2008 года и на 11% по сравнению с четвертым кварталом⁴. Всего в первом квартале 2009 года были заключены слияния и поглощения на \$553 млрд.⁵.

На сегодняшний день основные тенденции рынка международных слияний и поглощений, по нашему мнению, заключаются в следующем:

- международные слияния и поглощения характерны, прежде всего, для обрабатывающих отраслей промышленности и сферы услуг;
- сделки M&A более свойственны развитым странам;
- наиболее активные игроки на рынке M&A – компании, представляющие страны ЕС (устойчиво опережали американские компании по покупкам), в то время как американские компании больше склонны осуществлять подобные сделки внутри страны;
- значимость развивающихся стран и стран с переходной экономикой на рынке M&A в условиях кризиса рынка значительно возросла. Это ознаменовалось появлением компаний, ведущих агрессивную внешнеэкономическую деятельность, таких как мексиканский Cemex и российский ЛУКОЙЛ;
- в рамках сектора сферы услуг наибольшую значимость в сделках M&A представляют финансовые услуги.

Современное корпоративное управление выдвигает достаточно много причин для объяснения мотивов интеграционных преобразований в виде слияний и по-

¹ от англ. mergers and acquisitions

^{2,3,4,5} аналитические данные европейского издания «Файнэншл таймс»

<http://www.ft.com/home/europe>

глощений компаний. Анализируя мировой опыт и систематизируя его можно выделить следующие основные мотивы слияний и поглощений компаний (рис. 1).

Несмотря на то, что основными мотивами к осуществлению сделок для международных компаний согласно исследованиям международной консалтинговой компанией KPMG являются: максимизация доли рынка (29% от обследуемой совокупности компаний), доступ к новым территориальным зонам хозяйствования (28%), с нашей точки зрения, наиболее популярным мотивом, все же является получение синергетического эффекта, который может возникнуть в результате объединения эффектов от различных мотивов слияний и поглощений.



Рис. 1. Основные мотивы слияний и поглощений компаний при интеграционных процессах на корпоративном уровне

В настоящее время можно выделить множество разнообразных типов слияния и поглощения компаний. На наш взгляд, можно выделить 10 наиболее важных признаков классификации сделок слияний и поглощений (см. рис. 2).

В отличие от общеизвестных предлагаемая нами классификация позволяет более полно учесть разнообразные признаки, которые зачастую остаются вне поля зрения исследований при классифицировании интеграционных процессов.

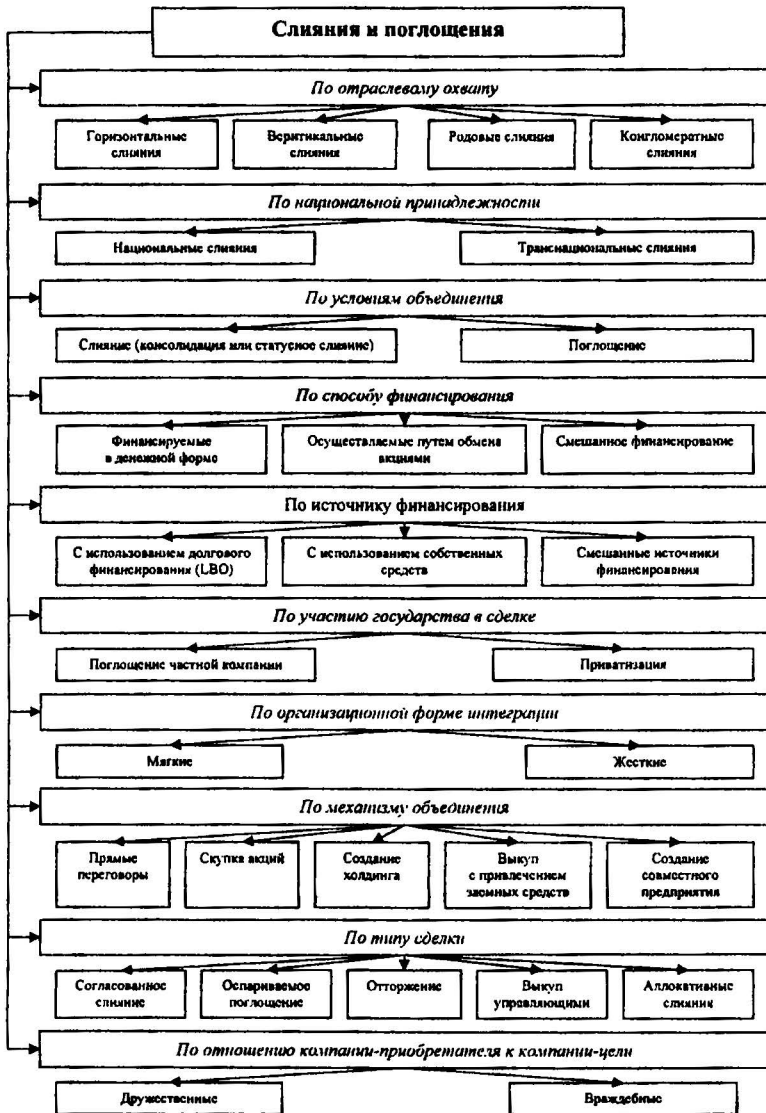


Рис. 2. Классификация типов слияний и поглощений компаний

Бизнес практика свидетельствует о частых неудачах сделок по слиянию и поглощению. Как правило, это результат ошибок в финансовых расчетах, выборе стратегического партнера, оценке поглощаемой компанией привлекательности

рынка или конкурентной позиции поглощаемой (целевой) структуры. Большинство типичных ошибок при осуществлении слияний и поглощений связано с низким качеством подготовки и проведения интеграции (недостоверные финансовые и юридические оценки, неумение управлять рисками, недостаточное внимание вопросам различия в корпоративных культурах, затягивание интеграции, неэффективность общения). Частыми ошибками являются недооценка необходимых инвестиций для осуществления сделки; переплата за акции поглощаемой компании; «культурное» противостояние «верхов» и «низов»; или субоптимизация, заключающиеся в том, что внутри организации начинают развиваться и преобладать настроения по укрупнению и укреплению внутригрупповых кооперационных связей. Если даже и есть возможность приобрести контроль над успешной компанией, то процесс удачного и выгодного поглощения чрезвычайно сложен, ошибки в прогнозах, переговорах и в определении цены сделки нередко приводят к снижению ее эффективности.

Под эффективностью интеграции, в рамках сделок M&A мы понимаем сложную многогранную категорию, которая отражает характерные особенности экономических, социальных, организационных и иных явлений, возникающих при объединении деятельности нескольких хозяйствующих субъектов, а также возникающие синергетические эффекты.

Проблематика оценки эффективности интеграционных преобразований связана в первую очередь с тем, что результат может быть как прямым (непосредственным), так и косвенным (отдаленным), во-вторых, результат может принести социально-экономический, социально-психологический и социально-организационный эффект, в-третьих, мы можем получить исключительно экономический, производственный эффект. Рост социального эффекта может вызывать снижение экономического эффекта и наоборот, именно поэтому необходима разработка комплекса критериев, который помог бы оценить эффективность сделки по слиянию или поглощению. При оценке вариантов создания корпораций учитываются потенциал и специфика деятельности всех групп участников, интегрируемых в ее состав.

С нашей точки зрения необходимо выделить 5 групп критериев, каждая из которых, будет определять эффективность одного из направлений интеграции компаний (табл. 1). Критерии эффективности интеграции определяются не только оптимальностью будущего функционирования объекта управления (в роли которого выступают объединяющиеся компании), но и качеством труда персонала, социальной эффективностью.

Совокупность критериев влияющих на эффективности интеграции

| № | Критерии | Составляющие |
|---|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 | Эффективности и устойчивости корпорации | а) диверсифицированность деятельности участников как фактор уменьшения рисков и повышения устойчивости за счет освоения новых и сопряженных рынков сбыта; б) достижение оптимального уровня концентрации и загрузки производственных мощностей; в) рост объемов и увеличение количества заключаемых контрактов, экспортных заказов и кредитов; г) улучшение финансового состояния участников интеграции. |
| 2 | Обоснованности и целесообразности создания корпоративной структуры | а) оптимальность организационной структуры и состава участников корпорации; б) устойчивость корпоративной культуры, интегрируемость в нее новых членов; в) обеспечение внутренней управляемости и контроля в процессе функционирования корпораций и прозрачности отношений между участниками. |
| 3 | Технологического взаимодействия | а) обеспечение полного технологического цикла производства и реализации продукции — маркетинг, разработка, НИОКР, производство, серия, сбыт и обслуживание промышленной продукции; б) сохранение научно-технологического потенциала, повышение эффективности использования технологий, обеспечивающих баланс производства продукции; в) получение дополнительного эффекта от повышения инфраструктурной обеспеченности деятельности участников — маркетинговая, торгово-снабженческая и финансово-кредитная инфраструктура; г) увеличение доли корпорации в отраслевом объеме продаж по сравнению с совокупной долей участников рынка на момент, предшествовавший интеграции. |
| 4 | Финансовой интеграции | а) наличие обоснованной и скоординированной стратегии осуществления финансового управления и контроля за деятельностью корпорации, основанной на реализации прав акционерной собственности; б) консолидация активов в рамках головной компании, четкая регламентация размеров и форм оплаты уставного капитала, формирование внутренней финансовой инфраструктуры; в) реализации единой кредитной политики в рамках корпорации; г) прозрачности финансовой и бухгалтерской отчетности и финансовых потоков. д) отработанность финансовых схем реализации контрактных отношений между участниками корпораций. |
| 5 | Юридического соответствия | а) анализ и проверка активов компании, т.е. имеющихся у нее на балансе основных фондов, дочерних структур, материальных ценностей, ценных бумаг; б) анализ и проверка обязательств компании; в) выяснение законности операций компании; г) выявление юридических препятствий к заключению сделки, как внутренних (вследствие уставных документов), так и внешних (законодательство РФ и постановления ФАС). |

Сделка с высокой долей вероятности окажется успешной, если: верно выбран объект сделки и правильно определены ее условия; процесс интеграции отвечает задачам и потребностям конкретной ситуации; каждый этап интеграции тщательно спланирован; интеграция сотрудников должна начаться еще до завершения объединения; компания должна особое внимание уделить юридическому аспекту сделки; должны быть выделены определенные дополнительные финансовые резервы на проведение интеграционных процессов, вследствие возникающих непредви-

денных факторов или выявление «проблемных» активов у поглощаемой компании; осознанное участие всего управленческого персонала компаний, от начальников отделов до высшего топ-менеджмента в объединении; обеспечение всесторонней информационной поддержки сделки по объединению для всей участников интеграционного процесса; осуществляется поддержка интеграционных преобразований после завершения объединения.

В рамках второй главы **«Разработка модели и механизмов эффективных интеграционных преобразований»** на основе предложенных механизмов интеграции, осуществлено построение модели формирования эффективных интеграционных преобразований.

Интеграционные преобразования в виде слияний и поглощений являются одним из наиболее действенных и эффективных способов укрупнения и укрепления бизнеса и, соответственно, предоставляют компаниям возможности быстрого завоевания конкурентных позиций, как на отечественных, так и на зарубежных рынках. Для того чтобы компания успешно прошла процесс интеграции, по нашему мнению, необходимо сформировать следующие механизмы интеграционных преобразований:

1) **Финансово-экономический механизм**, который должен, прежде всего, обеспечивать выполнение критерия финансовой интеграции для обеспечения обоснованной и скоординированной стратегии осуществления финансового управления и контроля за деятельностью корпорации. Для этого финансово – экономический механизм должен базироваться на расчете показателей стоимости, ликвидности, платежеспособности и рентабельности, а также использовании инструментов фондового рынка.

2) **Социально-психологический механизм** интеграции, представляющий собой систему действий, направленную на подготовку сотрудников к объединению. Такая система рассматривает мероприятия по объединению компаний с точки зрения воздействия на вовлечение сотрудников в процесс преобразований, а также предполагает создание системы адекватной мотивации и повышения квалификации. Социально-психологический механизм, прежде всего, сводится к встраиванию новых сотрудников в уже сложившиеся шаблоны действий и корпоративную культуру компании-поглотителя.

3) В рамках **нормативно-правового механизма** компания должна уделять внимание законодательным аспектам – соответствию государственным юридическим, налоговым и бухгалтерским стандартам, непротиворечию антимонопольной политике, соблюдению прав сотрудников. При этом компания должна ориентироваться на следующие нормативно-правовые акты: ФЗ «Об акционерных общест-

вах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 07.05.2009); ФЗ «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» от 09.10.2002 № 122-ФЗ и Закон «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг» от 23.06.1999 № 117-ФЗ; ФЗ о несостоятельности (банкротстве) от 02.12. 2002 № 127-ФЗ; арбитражно-процессуальный кодекс; нормативные акты ФСФР РФ

4) **Структурно-отраслевой механизм** предполагающий расчет уровня концентрации компаний в отрасли с целью оценки конкурентной ситуации, а также определения возможности кооперации, осуществления рациональных форм специализации интегрируемых корпоративных структур.

5) **Антирисковый механизм**, предполагающий анализ и диагностику рисков, их минимизацию. Изменчивость доходов предприятий различается по отраслям и коэффициент корреляции доходов, как правило, не достигает единицы. Таким образом, конгломератные слияния, к примеру, обеспечивают возможность снижения риска.

В отличие от традиционных точек зрения, которые в процесс интеграции включают, как правило, только планирование, анализ и практическое осуществление и оценку результатов/корректировку, нами обоснована необходимость выделения в процессе интеграции таких этапов, как технологический этап; этап оценки, анализа и проверки альтернатив; этап поддержки интеграционных процессов (рис. 3).

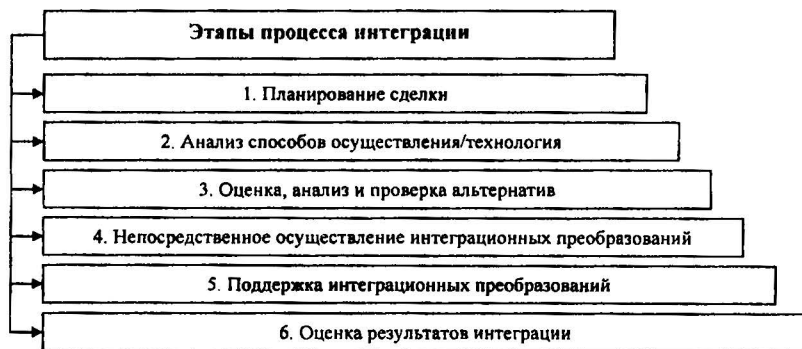


Рис. 3. Этапы процесса интеграции корпоративных структур

Выделение технологического этапа позволяет проработать информацию, полученную на основе планирования, выработать ряд альтернатив процесса для их последующего анализа и оценки, а также заранее просчитать особенности технологического взаимодействия участников сделки и др.

Качественный анализ в рамках проверки полученных после количественной оценки альтернатив помогает проверить адекватность результатов с помощью качественных факторов.

Поддержка интеграционных процессов обеспечивает своевременные действия руководства направленные на объединение корпоративных культур, вовлечение сотрудников поглощаемой компании в рабочий процесс, что может значительно увеличить выгоды от объединения, хотя и требуют кропотливой работы и достаточных усилий.

Для корпорации, проводящей интеграционные преобразования, крайне важно заранее разработать модель интеграции, которую потом можно корректировать в зависимости от различных стохастических факторов.

Нами предложена модель формирования эффективных интеграционных преобразований, на основе механизмов интеграции из трех блоков действий, которые совокупно включают в себя все этапы интеграционного процесса (рис.4).



Рис. 4. Модель сделки по слиянию или поглощению на корпоративном уровне

Предлагаемая модель основана на проведении последовательного анализа процесса объединения и осуществления системы действий, направленных на успешную реализацию сделки. Для указанной модели мы разработали систему индикаторов и показателей, свидетельствующих о состоянии объектов и субъектов внешней среды компании (характеризующие конкурентов; потребителей; государ-

ства и международной политики), а также систему индикаторов и показателей внутренней среды компании (характеризующие маркетинговую политику организации; финансовое состояние; продукцию; производство и кадры).

В третьей главе «Оценка интеграционных преобразований» произведена оценка эффективности интеграционных преобразований на российском рынке, с определением и оценкой его тенденций.

В ходе исследования методологии оценки процессов слияний и поглощений нами предложена дифференцированная методика оценки эффективности интеграционных преобразований на российском рынке, которая сочетает в себе различные методологические подходы (перспективная и ретроспективная оценка), с анализом их слабых и сильных сторон; совокупность оценочных подходов (доходного, затратного и сравнительного), со сравнительным анализом методов, применяемых в каждом из подходов; учет возможных премий и дисконтов, возможность доступа к инсайдерской информации и других возможных ограничений.

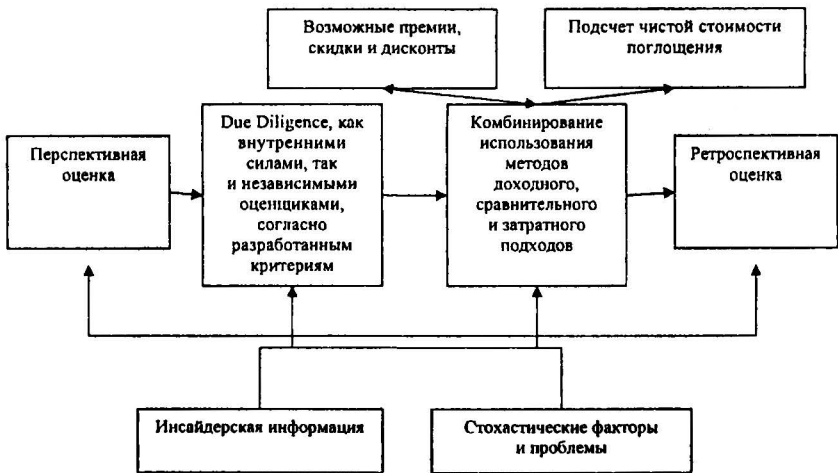


Рис. 5. Дифференцированная методика оценки эффективности слияний и поглощений на российском рынке

При правильном проведении сделок по слияниям и поглощениям последние сопровождаются синергетическим эффектом, который является увеличением эффективности деятельности объединенной фирмы.

Эффект синергии может обеспечить компании положительную чистую объединительную стоимость – Net Merger Value (NMV). Мы предлагаем рассчитывать ее формулу нижеследующим образом:

$$NMV = \Sigma V_{ij} \cup [V_i + V_j] \cup C,$$

где: ΣV_{AB} – объединенная стоимость двух компаний;
 V_i – рыночная стоимость (капитализация) компании i ;
 V_j – рыночная стоимость (капитализация) компании j ;
 C – издержки (costs) объединительного процесса.

В большинстве случаев существует огромное количество факторов, которые усложняют финансовый анализ компании и юридическую сторону поглощения и, в конце концов, затрудняют как проведение самой сделки, так и работу по аккумулированию капитала, необходимого для приобретения. Наиболее распространенными проблемами при оценке сделок M&A в России являются следующие проблемы: закрытие доступа к управленческой статистической информации, которая не обязательна к раскрытию и предоставлению статистическим и регулирующим органам; сжатость сроков проведения сделок по поглощению, в течение которых нужно либо реализовать сделку, либо отказаться от нее; финансовые потоки проходят не через одну компанию, а через несколько, существует практика организации различных дочерних или аффилированных структур вокруг основной фирмы.

В процессе работы нами были определены тенденции российского рынка интеграционных преобразований, которые обладают рядом существенных отличий от процессов их проведения в странах с нормальной развитой рыночной экономикой. На основе результатов анализа сделок по слияниям и поглощениям компаний в России за последние несколько лет выявлены следующие основные характерные черты рынка M&A:

1. преобладание сделок в рамках горизонтальной интеграции;
2. стратегии сделок отличаются ярко выраженными отраслевыми особенностями;
3. наиболее крупные сделки характерны для одних и тех же отраслей экономики, с высоким потенциалом, а именно металлургической, нефтегазовой, телекоммуникационной и пищевой отраслей;
4. технологичные отрасли, существенно отстают от лидеров по слияниям и поглощениям, поскольку российская экономика ориентирована на производство сырья и его конечное потребление;
5. слияния становятся в последнее время все более цивилизованными, практика нецивилизованного «черного» рейдерства уменьшается.

6. большой объем малых и средних сделок могут осуществляться непублично, и не вся информация может поступить в средства массовой информации;
7. многие сделки поглощения имеют целью не развитие совместного бизнеса и получение синергетического эффекта за счет взаимодополняемых ресурсов, а целенаправленную распродажу активов поглощенной компании с последующей ее ликвидацией;
8. один из популярных мотивов для покупки компании является получение рычагов влияния на администрацию того или иного региона, через угрозу массовых увольнений и увеличения социальной напряженности;
9. многие сделки сопровождаются не полной оплатой оговоренной суммы за поглощаемую компанию, при этом не редкость нарушения прав акционеров.

В таких условиях происходившие в отечественной экономике интеграционные процессы трудно, определить как полноценные слияния и поглощения. По сравнению с рекордным показателем 2007 года, достигшего \$122,16 млрд., емкость рынка M&A в России в 2008 году упала на 36,5% – до \$77,55 млрд.

Таблица 2

**Сравнительный анализ данных по слияниям/поглощениям
с участием российских компаний за 2004–2008 гг., \$ млн.³**

| Отрасли | Итоги 2004 года | | Итоги 2005 года | | Итоги 2006 года | | Итоги 2007 года | | Итоги 2008 года | |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Число сделок | Сумма сделок | Число сделок | Сумма сделок | Число сделок | Сумма сделок | Число сделок | Сумма сделок | Число сделок | Сумма сделок |
| Финансы | 25 | 1064,80 | 28 | 1512,00 | 37 | 2658,00 | 53 | 7137,00 | 54 | 22211,30 |
| Электроэнергетика | 1 | 70 | 2 | 173 | 4 | 489,70 | 24 | 18305,00 | 41 | 9533,80 |
| Пищевая | 30 | 885,4 | 42 | 1490,10 | 44 | 1401,90 | 52 | 4488,00 | 35 | 7506,2 |
| Нефтегазовая | 24 | 14120,7 | 22 | 17438 | 27 | 8428,50 | 46 | 43216,00 | 22 | 7321,90 |
| Металлургия | 16 | 1051,50 | 16 | 1554,50 | 20 | 15866,00 | 22 | 6169,00 | 18 | 7038,90 |
| Телекоммуникации | 22 | 1762,50 | 19 | 735,2 | 27 | 2008,80 | 30 | 7468,00 | 29 | 4656,70 |
| Ритейл | 13 | 357,5 | 27 | 630 | 39 | 2697,90 | 41 | 4688,00 | 21 | 3855,0 |
| Строительство и недвижимость | 10 | 199 | 14 | 1537,00 | 24 | 1682,70 | 29 | 3234,70 | 33 | 3530,10 |
| Горнорудная | 11 | 933,4 | 8 | 2537,70 | 11 | 1714,50 | 25 | 9849 | 18 | 2984,60 |
| Химическая | 10 | 409,8 | 15 | 1106,70 | 9 | 283,60 | 20 | 4347,00 | 16 | 2201,80 |
| Машиностроение | 19 | 537,6 | 26 | 1231,80 | 20 | 511,10 | 32 | 2725,00 | 17 | 1858,20 |
| Транспорт | 22 | 652,6 | 4 | 225 | 14 | 927,70 | 19 | 1660,00 | 15 | 1675,70 |
| Прочее | 22 | 520,7 | 18 | 1224,5 | 30 | 1502,60 | 41 | 5577,60 | 19 | 934,6 |
| СМИ | 7 | 153,5 | 15 | 419 | 27 | 1442,50 | 23 | 2150,00 | 17 | 874,2 |
| Гостиничный бизнес, досуг, туризм | 3 | 32,6 | 10 | 579,7 | 8 | 293,80 | 21 | 807 | 8 | 763,7 |
| Информационные технологии | 3 | 111 | 7 | 88 | 3 | 367,00 | 8 | 341,7 | 17 | 609,8 |
| Итого | 238 | 22862,60 | 273 | 32482,20 | 344 | 42276,50 | 486 | 122163,0 | 380 | 77556,50 |

³ По данным рейтингового агентства РосБизнесКонсалтинг
<http://rating.rbc.ru/article.shtml?2009/02/18/32311018>

В последнем квартале 2008 года объем рынка, по оценкам аналитиков упал на 80% и составил \$6,8 млрд., несмотря на то, что первые три квартала рынок демонстрировал очень хорошие показатели при среднем квартальном объеме рынка \$38,5 млрд.⁴

На основании предложенных нами критериев, определяющих эффективные интеграционные преобразования, а также разработанных интеграционных механизмов, в диссертации проведены исследование и оценка покупки холдингом X5 Retail Group N.V., входящим в консорциум Альфа групп, сети гипермаркетов «Карусель». В первом полугодии 2008 года X5 Retail Group N.V. получила опцион на покупку сети «Карусель», стоимостью в 970 млн. долл.

Таблица 3

**Сравнительный анализ основных финансовых показателей
X5 Retail Group N.V. и Карусель за 2006–2007 год, \$ млн.⁵**

| Показатель | 2006 год | 2007 год | Изменение за 2006/2007 гг., % |
|-----------------------------|----------|----------|----------------------------------|
| X5 Retail Group N.V. | | | |
| Выручка | 3550 | 6150 | +73% |
| EBITDA | 295,7 | 547,6 | +85% |
| Чистая прибыль | 103 | 155,7 | +51% |
| Карусель | | | |
| Выручка | 360.6 | 831.1 | +130.5% |
| EBITDA | 28.5 | 70.2 | +146.3% |
| Чистая прибыль | 9.9 | 19.9 | +101.0% |

В качестве основных мотивов сделки выступало то, что приобретение сети Карусель значительно увеличит масштаб бизнеса X5 Retail Group и позволит X5 Retail Group N.V.: получить значимый синергетический эффект в результате интеграции ресурсов и потенциала компаний; стать одним из лидирующих игроков в формате гипермаркет – самом быстрорастущем сегменте рынка продуктовой розницы; стать крупнейшей отечественной ритейлерской компанией по объемам продаж; за счет добавления находящихся в собственности магазинов обладающих удачным местоположением улучшить качество активов объединенной компании; увеличить масштаб бизнеса и расширить географию присутствия в регионах, а также улучшить повысить эффективность региональных операций.

⁴ Журнал «Слияния и Поглощения», мониторинг новостей M&A, KPMG: «Рынок M&A в 2009 году» <http://www.ma-journal.ru/news/59522/>

⁵ Данные официальных открытых документов компании X5 Retail Group N.V. http://www.x5.ru/common/img/uploaded/files/x5_presentation_full_screen_secure.pdf

Проведенный анализ позволил установить, что сделка для X5 Retail Group N.V. была полностью оправданной, компания стала крупнейшим ритейлером на отечественном рынке (23.8% рынка); улучшилось качество активов объединенной компании (увеличение торговых площадей на 20%); удалось увеличить масштаб бизнеса и расширить географию присутствия в регионах, а также улучшить повысить эффективность региональных операций; Федеральная антимонопольная служба полностью одобрила сделку по объединению компаний; с рисками увеличения потребностей в капитале X5 Retail Group N.V. благополучно справилась за счет финансовой помощи из Альфа банка и выравнившегося курса GDR компании (см. рис. 6).

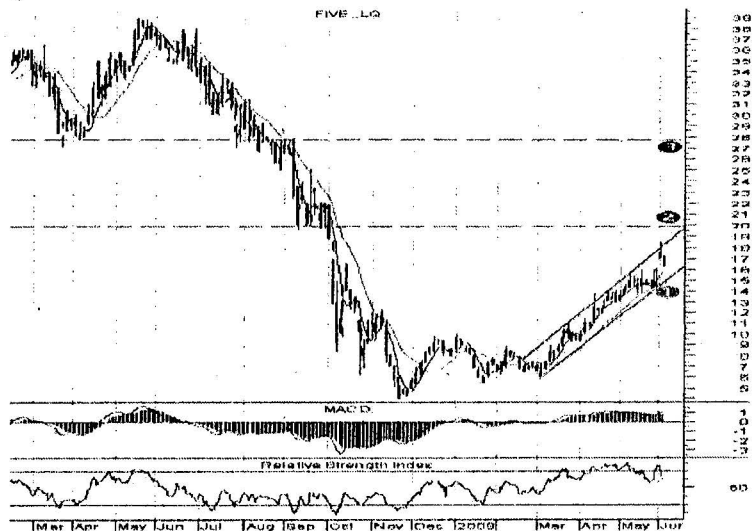


Рис. 6. Динамичный анализ стоимости GDR X5 Retail Group N.V с 1 марта 2008 года по 1 июня 2009 года⁶

X5 Retail Group вошла в список компаний, которые получают господдержку в период кризиса и прогнозирует на 2009 год рост выручки в рублевом выражении - 25% (28% по оценкам «Ренессанс Капитал»); темп роста продаж сопоставимых магазинов (LflL) возрастет на 15-17% в рублевом выражении (аналитики ожидают роста на 14-15% в зависимости от формата магазинов); капитальные затраты окажутся на уровне \$500 млн (\$512 млн, по прогнозам «Ренессанса»). Компания постоянно увеличивает число открывающихся магазинов, которое составляет 1144 магазина (на 31.03.09) и 586 франчайзинговых магазинов (на 31.03.09).

⁶ По данным информационного агентства INFOLine

На наш взгляд, можно сделать вывод, что отечественным компаниям придется совершенствовать подходы к сделкам по слияниям и поглощениям в современных условиях, поскольку, во-первых, несмотря на то, что из-за кризиса стоимость многих потенциально привлекательных активов резко уменьшилась, компаниям-поглотителям сложно пойти на сделку из-за проблем с финансированием, во-вторых, многие отечественные компании очень широко диверсифицированы, а равноценно развивать все сферы бизнеса, особенно когда экономика переживает рецессию вряд ли возможно, в-третьих, уже сфокусировавшиеся российские компании, располагающие производственной, сырьевой и финансовой базой (прежде всего госкорпорации), достаточной для того, чтобы стать игроками глобального уровня, достигли той стадии развития, когда им необходимо многократно усилить свою финансовую мощь и влияние в глобальном масштабе.

В заключении диссертационной работы обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы основные выводы, вытекающие из полученных результатов и даны рекомендации по их практическому использованию.

Основные публикации по теме диссертации:

Основные положения диссертационной работы опубликованы в шести научных работах общим объемом более 2,69 печатных листа (в том числе четыре статьи в журналах, рецензируемых ВАК РФ), в частности:

Статьи в журналах, рекомендованных ВАК для публикаций результатов диссертационных работ:

1. Семенова С.В. Критерии эффективности корпоративной интеграции в рамках сделок слияний и поглощений // Научно-информационный журнал «Экономические науки» №56, 2009 – (0,57 п.л.)
2. Орехов С.А., Семенова С.В. Модель сделки слияния и поглощения // журнал «Транспортное дело России» № 8, 2009 – (0,38 п.л.)
3. Семенова С.В. Слияния и поглощения: формирование этапов процесса интеграции // журнал «Транспортное дело России» № 8, 2009 – (0,48 п.л.)
4. Семенова С.В., Орехов С.А.. Слияния и поглощения: механизмы интеграционных преобразований // Журнал «Микроэкономика» №8, 2009 – (0,66 п.л.)

Другие публикации:

1. Семенова С.В. Проблемы интеграционных преобразований корпоративных объединений в российской экономике // «Менеджмент в новом веке глазами молодых ученых»: Сборник трудов I научно-практического семинара – М.: ИНИОН РАН, 2007 – (0,2 п.л.)
2. Семенова С.В. Слияния и поглощения в России: актуальность и тенденции // Система бизнеса: сб. науч. тр. вып. 4 – М.: Московская финансово-промышленная академия; Маркет ДС, 2008 – (0,4 п.л.)

